

建投能源 (000600.SZ)

河北火电领军者，装机扩容拓新篇

核心观点：

- **河北省火力发电龙头，量效齐升盈利持续修复。**公司为建投集团唯一火电运营主体，2024年末控股火电装机11.8GW，含参股的权益装机12.1GW，2024年完成对建投准能、秦电公司热电联产收购，新增权益装机1.2GW；公司火电装机在河北北部、南部电网装机市占率均占20%以上。此外，公司参股电厂众多(2024年末参股权益装机4.4GW)，经营正常年份投资收益稳定增厚利润。根据业绩预告，2024年预计实现归母净利润5.2亿元(同比+176%)，ROE修复至5%左右。
- **火电投产支撑装机高增，电改落地助力盈利稳定。**2024年下半年开工建设西柏坡电厂四期和任丘热电二期项目，同时部分参股火电公司亦获得建设指标，统计公司在建控股+参股权益装机近4GW，2026年权益装机有望提升32%。测算若长协电价下降1分/度，长协煤50%情况下，现货煤价下降46元/吨，度电盈利可保持；当前的煤价较2024Q1、2024全年均值降幅已达234、186元/吨，预计度电盈利有望提升。
- **加速布局清洁能源，激励及分红凸显长期价值。**2024H1公司已投产新能源装机306MW，在建900MW，备案及储备2.16GW，新能源装机(储备+在建)/在运达10倍；同时积极布局储能、抽蓄等。2024年3月公司实施首次股权激励计划，考核条件之一为2024-2026年营业利润CAGR达21%。除2021年大额亏损外，近十年持续保持分红；当前2025年PB仅0.95倍，看好后续市值管理等相关催化落地。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2024~2026年归母净利分别为5.20、7.50、9.02亿元，最新收盘价对应PB分别为0.99、0.95、0.90倍。河北省火力发电龙头，未来两年装机弹性高、盈利趋于稳定，同时积极转型综能平台发展。参考同业估值，给予公司2025年1.1倍PB，对应6.58元/股合理价值，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**煤价波动；火电利用小时数不及预期；项目建设不及预期。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18306	18946	22643	20763	20927
增长率(%)	21.7%	3.5%	19.5%	-8.3%	0.8%
EBITDA(百万元)	1943	1975	3358	3899	4242
归母净利润(百万元)	106	167	520	750	902
增长率(%)	104.8%	56.8%	211.2%	44.4%	20.2%
EPS(元/股)	0.06	0.09	0.29	0.41	0.50
市盈率(P/E)	88.98	53.87	19.74	13.67	11.38
ROE(%)	1.1%	1.7%	5.0%	6.9%	7.9%
EV/EBITDA	13.91	14.25	8.92	7.81	7.02

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

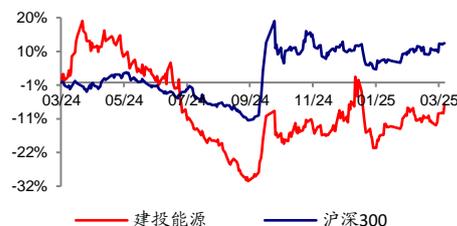
买入

当前价格	5.67元
合理价值	6.58元
报告日期	2025-03-19

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1809.30/1090.05
总市值/流通市值(百万元)	10258.73/6180.59
一年内最高/最低(元)	7.33/4.23
30日日均成交量/成交额(百万)	27.43/149.19
近3个月/6个月涨跌幅(%)	1.80/30.05

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002

021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

分析师：

许子怡



SAC 执证号：S0260524010002

021-38003618



xuziyi@gf.com.cn

请注意，姜涛、许子怡并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、河北省火力发电龙头，量效齐升盈利持续修复.....	5
（一）河北省火力发电龙头，集团唯一火电运营主体.....	5
（二）火电业务量效齐升，主业盈利能力持续修复.....	8
（三）参股电厂投资收益增厚利润，经营现金流持续修复.....	9
二、火电投产支撑装机高增，电改落地助力盈利稳定.....	12
（一）公司权益装机有望提升 32%，测算十五五省内供需先松后紧.....	12
（二）煤价回落叠加电改推行，火电盈利稳定性有望提升.....	16
三、积极构建综能服务平台，激励及分红凸显长期价值.....	18
（一）积极构建综合能源服务平台，加速布局清洁能源领域.....	18
（二）股权激励彰显发展信心，持续分红凸显长期价值.....	19
四、盈利预测和投资建议.....	21
（一）关键业务核心假设.....	21
（二）盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	24

图表索引

图 1: 截至 2024Q3 建投集团持有公司 64.99% 股权	5
图 2: 2023 年建投集团装机分布	5
图 3: 2023 年建投集团发电量分布	5
图 4: 截至 2024 年末公司总装机 12.09GW	6
图 5: 公司电力资产主要集中在河北南网 (2024 年)	6
图 6: 2024Q1-3 公司实现营业收入 158 亿元	7
图 7: 2024Q1-3 公司实现归母净利润 4.36 亿元	7
图 8: 近年公司盈利能力持续修复	7
图 9: 2024H1 火电电量业务营业收入 84 亿元	8
图 10: 2024H1 火电电量业务营收同比增长 15.5%	8
图 11: 2024 年公司完成上网电量 504 亿千瓦时	8
图 12: 2024Q1-3 公司机组利用小时同比仍为增长	8
图 13: 公司上网电价跌幅低于煤价跌幅	9
图 14: 2024H1 公司火力发电电量毛利润 18 亿元	9
图 15: 2024H1 公司火力发电电量毛利率 21.4%	9
图 16: 公司投资收益对利润贡献大	10
图 17: 近五年公司减值损失累计 1.05 亿元	11
图 18: 2024Q1-3 公司毛利率 15.3%、净利率 2.8%	11
图 19: 2024Q1-3 公司期间费用率同比有所增长	11
图 20: 2024Q1-3 公司资产负债率为 67.7%	12
图 21: 2013 年至今公司经营现金流均为正	12
图 22: 近年河北省用电量持续增长	13
图 23: 2024 年河北省 GDP 增速达 5.4%	14
图 24: 河北省三产对 GDP 贡献度已超 50%	14
图 25: 近年河北省光伏装机占比迅速提升	14
图 26: 河北省火电发电量占比仍在 70% 以上	14
图 27: 火电供需分析框架	15
图 28: 秦皇岛动力末煤 Q5500 市价 (元/吨)	16
图 29: 北方港口合计库存情况同期最高 (万吨)	16
图 30: 关注煤电从发电向调节转型	17
图 31: 2024H1 公司新能源装机 (储备+在建) / 在运达 10 倍	18
图 32: 预计 2024 年公司完成 ROE 考核	20
图 33: 2024-2026 年营业利润 CAGR 达 21%	20
图 34: 除 2021 年大额亏损外, 近十年公司持续保持分红	21
图 35: 2024 年下半年至今公司基本均处于破净状态	21

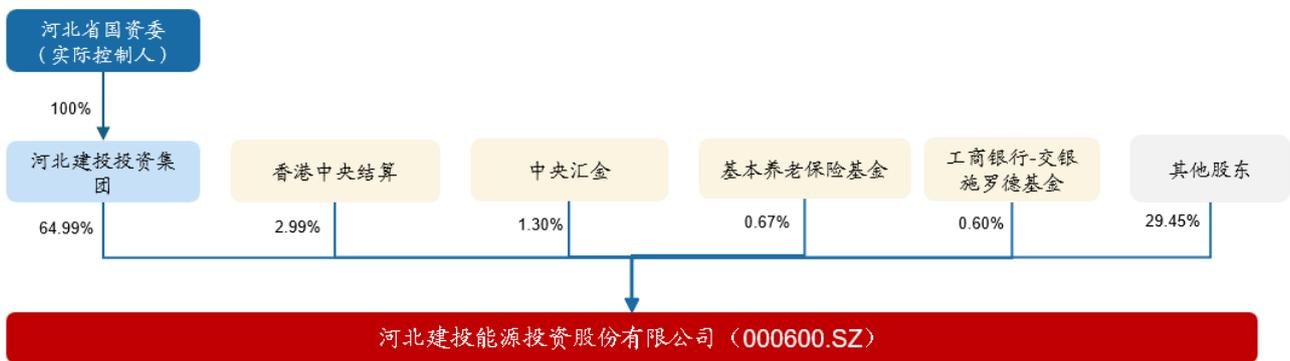
表 1: 公司控股在运及在建项目梳理 (2024 年末)	6
表 2: 2024H1 公司长期股权投资收益达 1.44 亿元	10
表 3: 公司与国内大型发电集团合作投资的参股发电公司共计 12 家	10
表 4: 统计公司在建控股及参股发电权益装机近 4GW	13
表 5: 河北省火电利用小时数预测表	15
表 6: 煤价、电价对火电度电盈利影响敏感性分析 (分/千瓦时)	16
表 7: 2024 年起煤电两部制电价开始执行	18
表 8: 上市至今公司成功实施 2 次定增	19
表 9: 公司股权激励计划激励对象名单及授予情况	19
表 10: 解除限售的业绩考核要求	20
表 11: 公司火力发电业务经营数据预测	22
表 12: 公司各分部业务预测	22
表 13: 建投能源同业对比 (收盘价日期: 2025/3/19)	24

一、河北省火力发电龙头，量效齐升盈利持续修复

（一）河北省火力发电龙头，集团唯一火电运营主体

河北省火电龙头，建投集团火电运营主体。公司成立于1996年，2003年收购建投集团旗下火电资产，是河北省火电龙头，火电装机在河北北部、南部电网均占20%以上。根据建投集团信用评级报告，公司控股股东建投集团是河北省的资本运营、基础设施建设和投融资平台，肩负着河北省电力建设与运营的重任。集团业务划分清晰，火电运营主体为建投能源（截至2024Q3控股64.99%），不断将优质火电资产注入公司，为公司提供政策、资金支持。

图 1：截至2024Q3建投集团持有公司64.99%股权



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

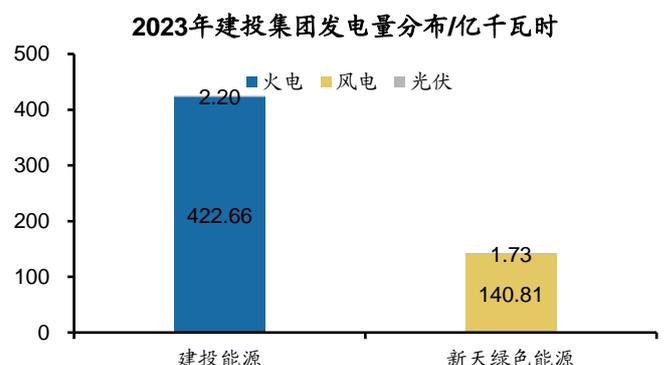
建投集团分别以建投能源和新天绿色能源开展火电和新能源发电业务。根据集团及公司定期报告，集团发电资产均在上市公司体内，截至2023年，火电板块建投能源装机占集团装机容量的100%，风电板块新天绿色能源占集团装机容量的100%。光伏板块，建投能源于2023年1月收购河北建昊光伏科技有限公司。截至2023年，建投能源光伏装机0.31GW，占集团光伏装机容量70.82%，光伏发电量2.20亿千瓦时，占集团光伏发电量的55.98%。新天绿色能源体内以风电为主，光伏电站分布在东北、西北、华北地区，规模较小。

图 2：2023年建投集团装机分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2023年建投集团发电量分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司火电装机占比97%，光伏布局蓄势待发。截至2024年末，公司装机容量12.08GW，其中火电装机11.77GW，占比97.5%，光伏装机0.31GW，占比2.5%。火电机组方面，公司火电机组多为热电联产，环保优势显著。从区域来看，公司控股子公司5家向河北北网输送电力，装机容量3.31GW，占河北北网煤电装机的24.55%；7家向河北南网输送电力，装机容量6.44GW，占河北南网煤电装机的24.35%。2024下半年，公司开工建设西柏坡电厂四期工程2×66万千瓦项目和任丘热电二期2×35万千瓦项目，2024年末完成准能公司收购并表，装机容量稳中有进。光伏机组方面，2023年公司新取得光伏容量指标达1.0GW，光伏布局蓄势待发。

图 4：截至2024年末公司总装机12.09GW

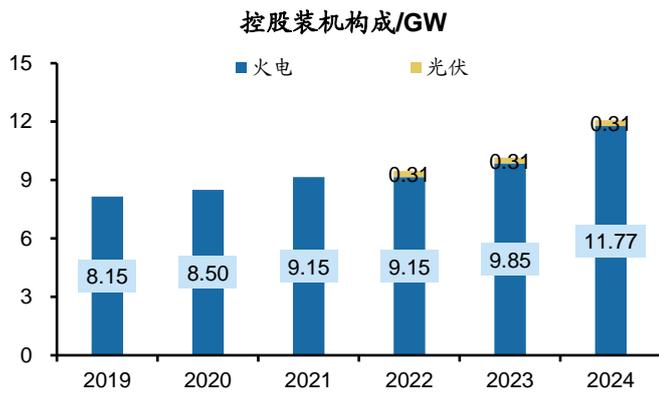
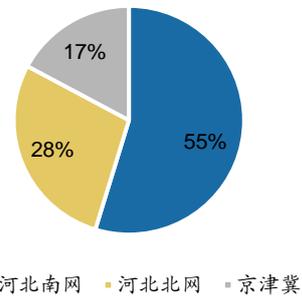


图 5：公司电力资产主要集中在河北南网（2024年）

公司控股发电公司所属电网



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1：公司控股在运及在建项目梳理（2024年末）

控股发电项目-在运							
区域/所属电网	类型	名称	装机容量/MW	机组构成	持股比例	权益装机/MW	投运时间
河北南网	热电联产	西柏坡发电	1320	4×330	60.00%	792	1993-1999
	热电联产	西柏坡第二发电	1200	2×600	51.00%	612	2006
	热电联产	国泰发电	660	2×330	51.00%	337	2005-2006
	热电联产	建投任丘热电	700	2×350	81.65%	572	2013
	燃煤纯凝发电	建投沙河发电	1200	2×600	89.79%	1077	2013
	热电联产	恒兴发电	660	2×330	60.00%	396	2004-2005
	热电联产	建投邢台热电	700	2×350	100.00%	700	2016
河北北网	热电联产	建投宣化热电	660	2×330	100.00%	660	2010
	热电联产	建投承德热电	700	2×350	94.00%	658	2017
	热电联产	建投遵化热电	700	2×350	51.00%	357	2019-2020
	热电联产	秦热发电	650	320+330	40.00%	260	2006-2007
京津冀电网	热电联产	建投唐山热电	600	2×330	51.00%	306	2015年3月和9月投运，2024Q1收购
	燃煤纯凝发电	建投准能热电	1320	2×660	50.00%	660	2023年7月和11月投运，2024年12月完成收购
	热电联产	建投寿阳热电	700	2×350	51.00%	357	2023

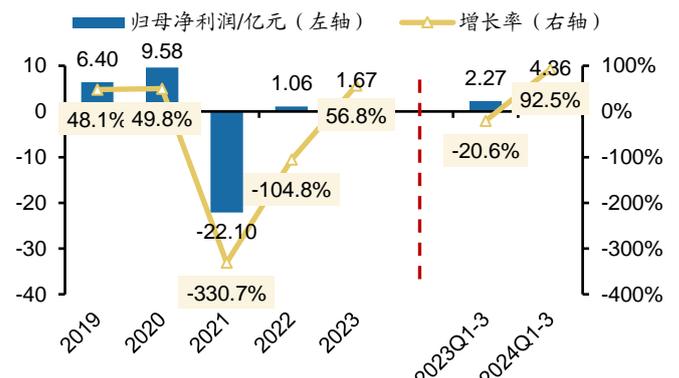
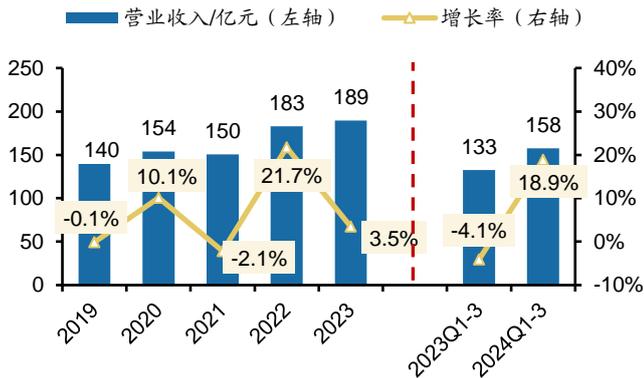
河北	光伏发电	光伏	306	/	51.00%	156	2023 年收购
合计			12,076		65.42%	7,900	
控股发电项目-在建							
区域	类型	名称	装机容量/MW	机组构成	持股比例	投资额/亿元	预计投产时间
河北	热电联产	西柏坡电厂四期	1320	2×660	100%	53.15	2026 年
	热电联产	任丘热电二期	700	2×350	100%	29.86	2026 年

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司业绩持续改善, 预告2024年归母净利润同比增长176%。公司2019-2023年营业收入CAGR达7.93%; 2021年公司收购秦皇岛秦热发电, 营收增至150.41亿元。受制于2021年煤价大幅上升(平均综合标煤单价同比+53.93%), 公司归母净利润亏损22.10亿元。2022年煤价继续保持高位, 但由于收入端上网电价的大幅提升(同比+30.23%), 公司业绩有所改善, 归母净利润1.06亿元, 实现扭亏为盈。2023年煤价有所回落, 同时新增装机带来发电量上升, 公司业绩持续改善, 营收增至189.46亿元, 归母净利润增至1.67亿元, ROE、ROA同比分别增加0.63、0.06个百分点。根据业绩预告, 2024年预计实现归母净利润5.2亿元, 同比增加约175.68%。

图 6: 2024Q1-3公司实现营业收入158亿元

图 7: 2024Q1-3公司实现归母净利润4.36亿元

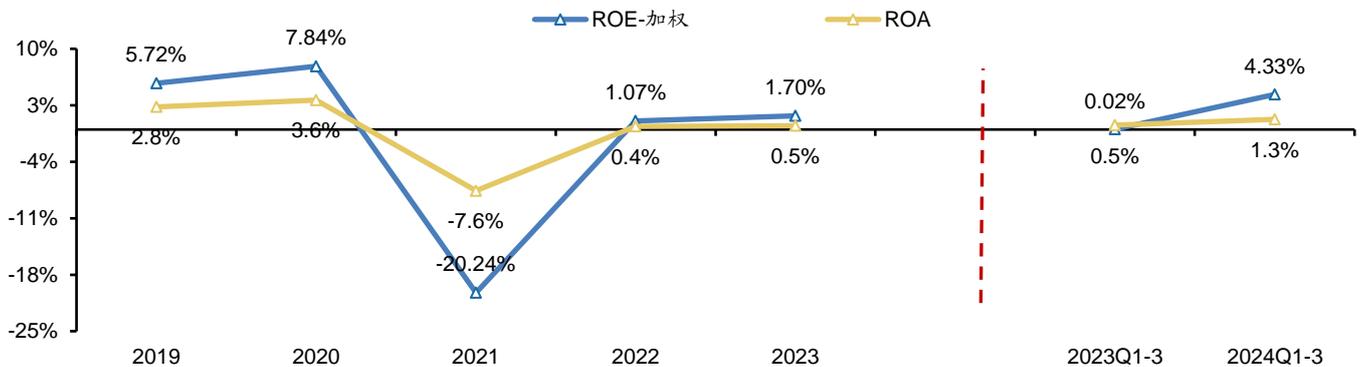


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 公司于2021年3月完成秦皇岛秦热发电有限责任公司收购, 2020年采用经过追溯调整后数据, 下同。

图 8: 近年公司盈利能力持续修复



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）火电业务量效齐升，主业盈利能力持续修复

火力发电是公司的主营业务，占营收九成以上。公司主营业务包括发电业务、酒店业、热力供应等，其中发电业务又分为火力发电电量、火力发电热量、光伏发电电量。发电业务方面，2023年量效齐升下火电业务实现营收176.24亿元（火电电量156.46亿元，火电热量19.78亿元），占总营收的93.02%，同比增长3.16%。光伏发电方面，由于公司尚处起步阶段，在装机0.31GW的情况下营收0.79亿元。公司其他业务经营相对稳定，营收变化较小，近五年总营收占比在5%-10%左右。

图 9：2024H1火电电量业务营业收入84亿元

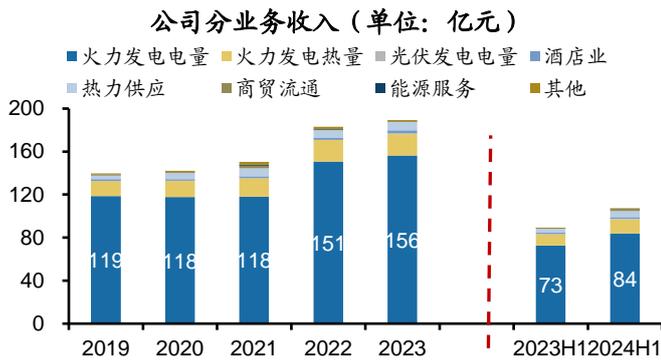
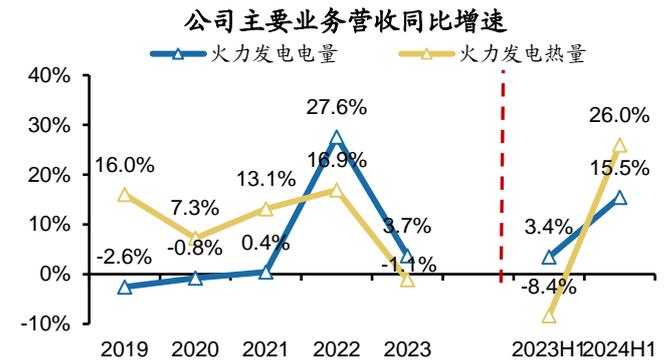


图 10：2024H1火电电量业务营收同比增长15.5%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

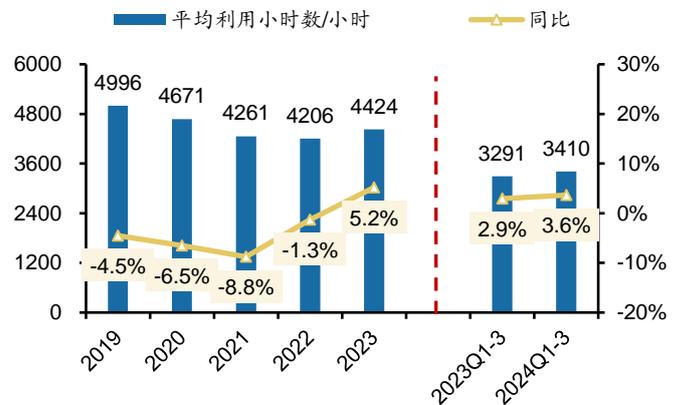
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

收入端来看，发电业务量效齐升。公司2019-2022年售电量和利用小时均持续下滑，2023年迎来转机。售电量方面，伴随河北省用电需求的增加，公司利用小时数有所提升，同时伴有装机增长，2023年公司完成上网电量394.14亿千瓦时（同比+10.26%）；2024年公司完成上网电量504.66亿千瓦时（同比+21.32%），保持良好的增长态势。经营效率方面，受益于用电需求的增加，2023年公司平均利用小时达4424小时（同比+5.18%），其中火电4476小时，光伏1293小时。2024年前三季度公司发电机组平均利用小时3410小时，同比增长3.63%。

图 11：2024年公司完成上网电量504亿千瓦时



图 12：2024Q1-3公司机组利用小时同比仍为增长



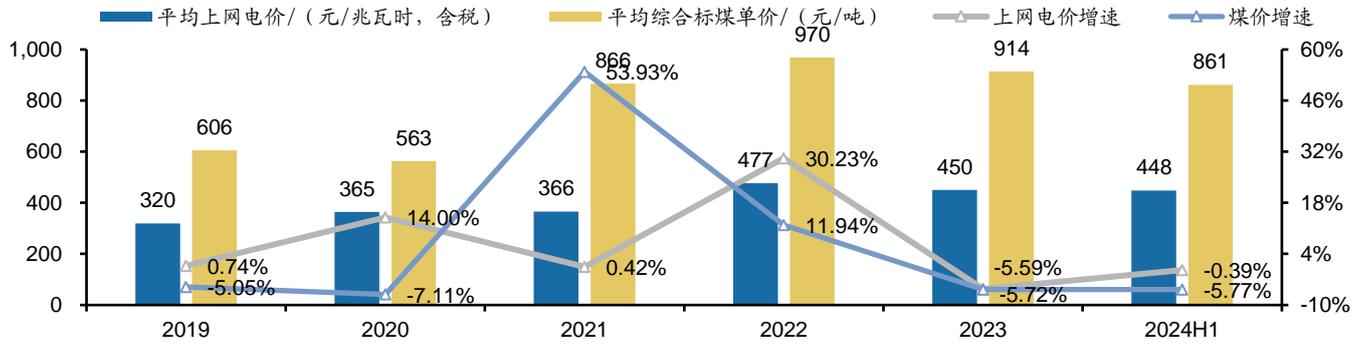
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

利润端来看，受益于煤价跌幅大于电价跌幅，公司盈利能力持续改善。上网电价方面，在电力市场化改革的推动下，公司于2022年实现100%市场化交易（2019-2021

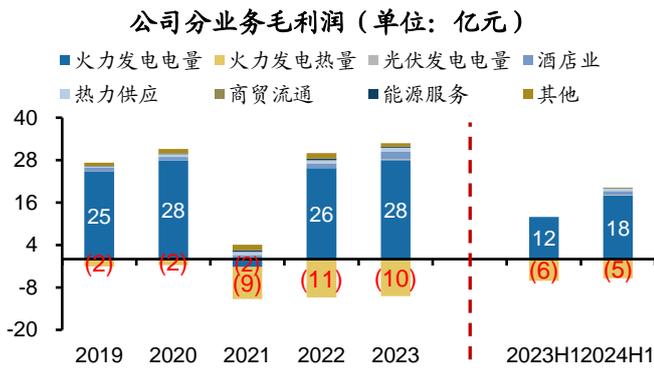
年分别为41.59%、36.45%、70.77%)，上网电价达到顶峰476.71元/兆瓦时。2023年由于成本端煤价的下降(同比-5.72%)，公司上网电价虽有所回落，达450.04元/兆瓦时(同比-5.59%)，但跌幅低于煤价跌幅，因而利润持续改善。2024H1公司上网电价较2023年的跌幅依然低于煤价跌幅，火电发电业务毛利率进一步修复至21.4%。

图 13: 公司上网电价跌幅低于煤价跌幅



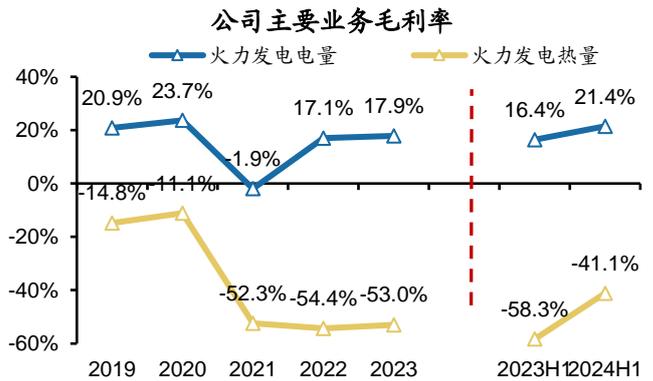
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 2024H1 平均上网电价增速和煤价增速是相较于 2023 年

图 14: 2024H1公司火力发电电量毛利润18亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2024H1公司火力发电电量毛利率21.4%

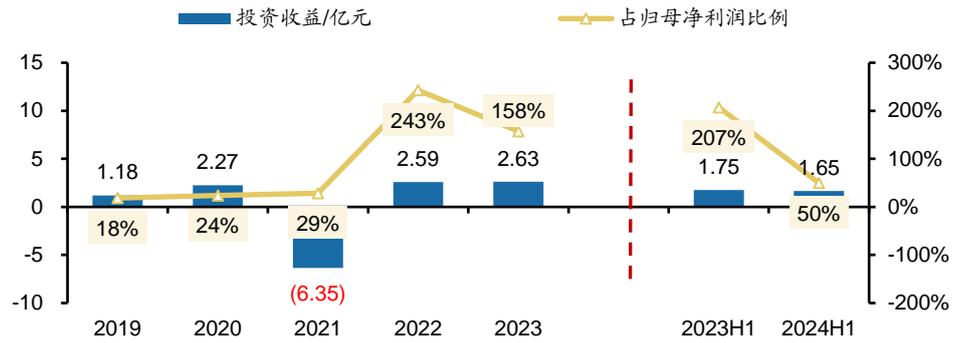


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 参股电厂投资收益增厚利润，经营现金流持续修复

公司参股电厂众多，经营正常年份投资收益显著增厚利润。2019-2023年，公司长期股权投资占总资产的10%-15%左右，主要为参股火电、新能源发电公司，统计2024年末公司参股电厂对应权益装机4.38GW(其中海风0.135GW)；近年受煤价波动影响，2021年投资收益亏损6.35亿元，经营正常年份均能贡献2亿元左右利润；2024H1公司长期股权投资收益达1.44亿元，同比持续改善；其中邯峰发电(火电)、沧东发电(火电)、建投海上风电(风电)三家公司贡献最大。

图 16: 公司投资收益对利润贡献大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 2024H1 公司长期股权投资收益达 1.44 亿元

长期股权投资-权益法下	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
确认的投资损益/亿元							
邯峰发电	-0.07	-0.01	-0.58	0.53	0.33	0.26	0.18
国能沧东发电	0.66	0.34	-2.36	1.57	0.66	0.48	0.44
大唐王滩发电	0.12	0.01	-1.13	-0.23	-0.32	-0.14	0.06
建投海上风电	-0.01	0.30	0.82	0.69	0.49	0.39	0.62
国际能源裕光煤电	-0.00	-0.00	-1.01	-0.28	0.16	0.01	0.25
恒通热力	-0.10	-0.09	-0.04	0.26	-0.05	-0.18	-0.25
华阳建投阳泉热电			0.0002		0.22	0.00	0.003
其它	0.14	0.95	-2.89	-0.29	0.22	0.16	0.13
长期股权投资收益合计	0.74	1.51	-7.20	2.25	1.72	0.98	1.44

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

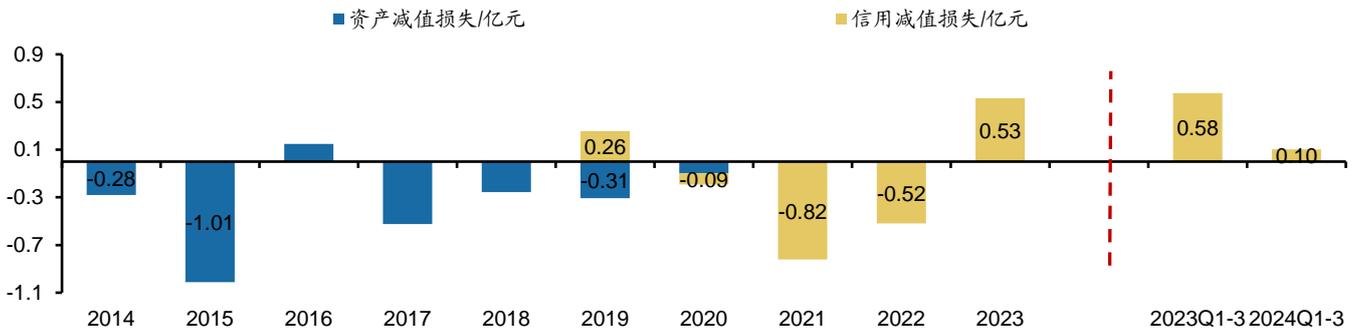
表 3: 公司与国内大型发电集团合作投资的参股发电公司共计 12 家

参股发电项目-在运							
区域	类型	名称	装机容量/MW	机组构成	持股比例	权益装机/MW	投运时间
河北	热电联产	国能衡水发电	660	2×330MW	35.00%	231	1995-1996
	燃煤发电	邯峰发电	1320	2×660MW	20.00%	264	2001
	燃煤发电	国能沧东发电	2520	2×600+2×660	40.00%	1008	2006-2009
	热电联产	国能三河发电	1330	2×315+2×350	15.00%	200	1999-2007
	燃煤发电	大唐王滩发电	1200	2×600MW	30.00%	360	2005
	燃煤发电	国能龙山发电	1200	2×600MW	29.43%	353	2007
	热电联产	国能承德热电	660	2×330MW	35.00%	231	2008
	燃煤发电	国际能源裕光煤电	2000	2×1000MW	20.00%	400	2021
	海上风电	建投海上风电	300	-	45.00%	135	2020
	燃煤发电	华阳建投阳泉热电	1320	2×660MW	50.00%	660	2023
	热电联产	秦皇岛发电一期	430	2×215MW	50.00%	215	2024 年收购
	热电联产	秦皇岛发电二期	640	2×320MW	50.00%	320	2024 年收购
合计			13,580		32.23%	4,377	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

火电资产优质高效，近五年减值损失累计1.05亿元。公司资产质量整体较为出色，纵观近十年来，除2015年减值损失1.01亿元（六家电厂技改拆除报废资产）以外，其余年份均为出现大额减值损失均不超过1亿元，2019-2023年减值损失累计为1.05亿元。2021、2022年公司信用减值损失较大，2023年收回股权收购意向金减值冲回0.76亿元。2024年公司预计计提各项资产减值准备0.40亿元，将减少2024年合并净利润0.30亿元，减少2024年归母净利润0.23亿元，减值体量影响相对有限。

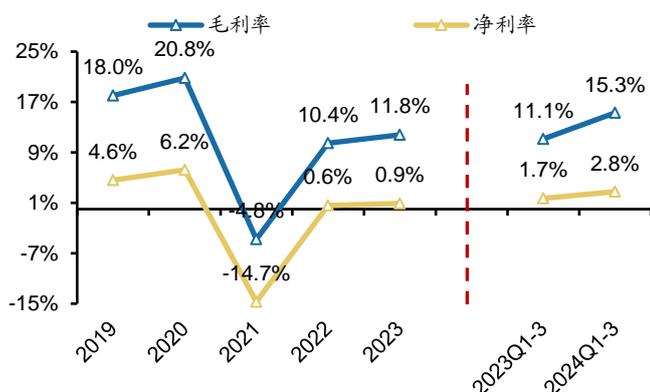
图 17：近五年公司减值损失累计1.05亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：近五年指2019-2023年

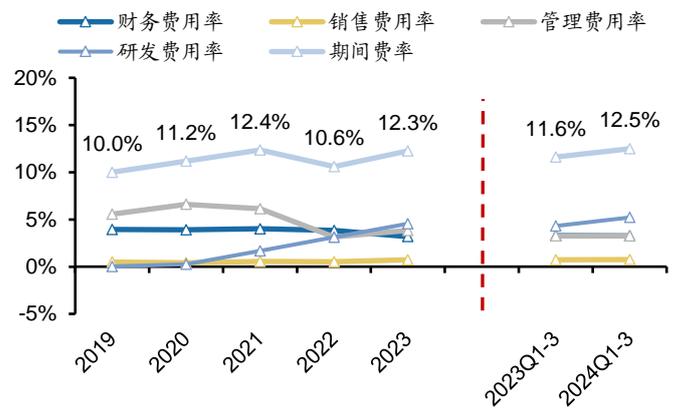
受盈利恢复影响毛利率大幅改善，期间费率小幅增长致净利率增幅相对较小。2021年由于煤价大幅上升，公司毛利率、净利率大幅下降，2022年以来受益于火电业务盈利能力的修复有所提升，2024年前三季度公司毛利率回升至15.3%、净利率升至2.8%。但由于近年公司期间费用的增长，净利润增幅相对有限。具体来看，公司财务费用率近年稳定在3%-4%；管理费用率在2022年大幅下滑，主要是由于会计准则的变化；2021年公司成立科技创新研究中心，包括火电机组节能减排等，因此研发费用率持续上升。资产负债率方面，公司2019、2020年保持在57%左右。2021年起公司长期借款增加，债务负担有所加重，提升至65%~70%，处于行业平均水平。

图 18：2024Q1-3公司毛利率15.3%、净利率2.8%



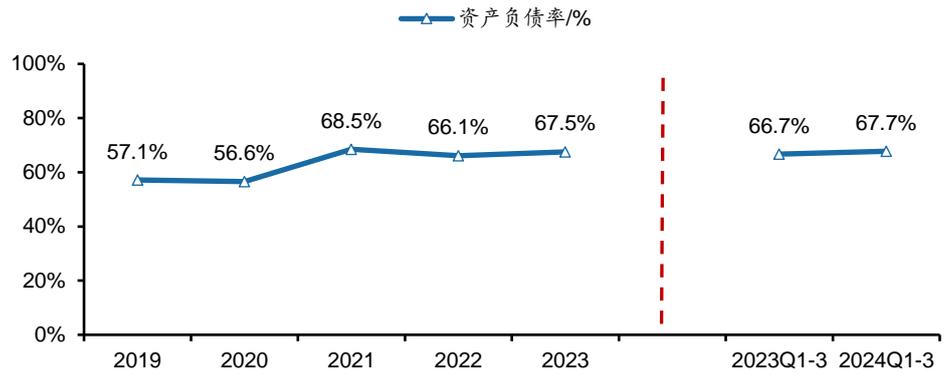
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 19：2024Q1-3公司期间费用率同比有所增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

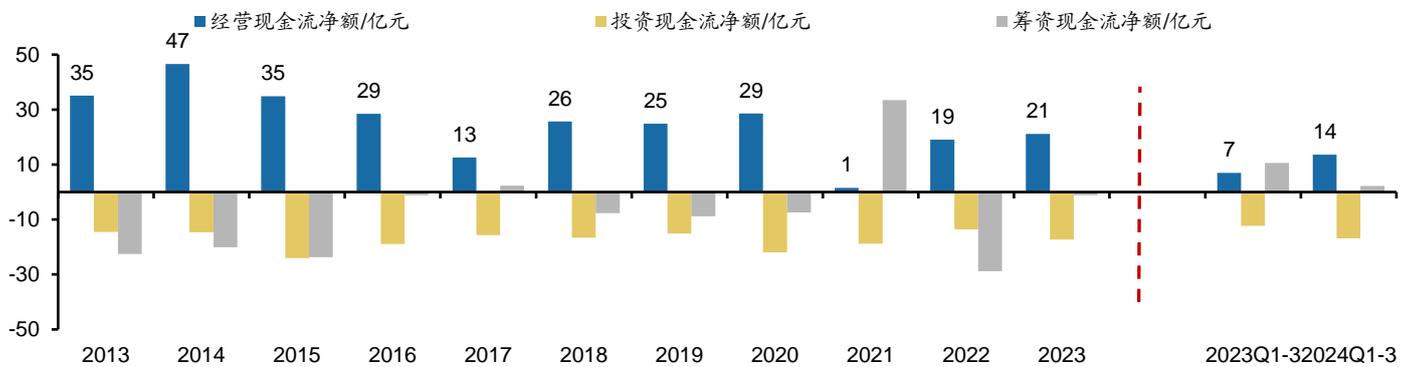
图 20: 2024Q1-3公司资产负债率为67.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

历年经营现金流均为正值, 近年持续恢复。经营现金流方面, 公司历年经营现金流均为正, 2021年受煤价上涨影响经营现金流大幅度萎缩, 2022年起受益于售电价的提升、煤价回落、盈利改善, 公司经营现金流持续修复。投资现金流方面, 公司投资相对稳定, 除去2021年以外经营现金流都能覆盖投资现金流。筹资现金流方面, 公司历年以净流出为主。公司银行借款多为信用借款, 根据公司2024年跟踪评级报告, 截至2024年3月底, 公司获得银行授信合计 471.35 亿元, 尚未使用的授信额度为 256.91亿元, 公司间接融资渠道畅通。

图 21: 2013年至今公司经营现金流均为正



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、火电投产支撑装机高增, 电改落地助力盈利稳定

(一) 公司权益装机有望提升 32%, 测算十五五省内供需先松后紧

统计公司在建控股及参股发电权益装机近4GW, 2026年权益装机有望提升32%。公司当前在建项目众多, 控股项目方面, 2024年下半年开工建设西柏坡电厂四期2×660MW项目和任丘热电二期2×350MW项目; 根据投资者交流公告, 公司部分参股火电公司亦获得建设指标, 如沧东电厂三期2×660MW项目、定州电厂三期2×660MW项目、衡丰电厂扩建2×660MW项目, 上述项目均预计2026年投产, 共计装机容量6.68GW、对应权益装机3.90GW, 全部投产后权益装机(控股+参股部分)

有望提升31.7%。

表 4: 统计公司在建控股及参股发电权益装机近4GW

控股发电项目-在建							
区域	类型	名称	装机容量/MW	机组构成	持股比例	权益装机/MW	预计投产时间
河北	热电联产	西柏坡电厂四期	1320	2×660	100%	1320	2026年
	热电联产	任丘热电二期	700	2×350	100%	700	2026年
小计			2,020		100%	2,020	
参股发电项目-在建/拟建							
区域	类型	名称	装机容量/MW	机组构成	持股比例	权益装机/MW	预计投产时间
河北	热电联产	秦岛一期等容替代	700	2×350MW	50.00%	350	2026年初
	热电联产	沧东电厂三期	1320	2×660MW	40.00%	528	2026年
	燃煤发电	定州电厂三期	1320	2×660MW	40.50%	535	2026年
	燃煤发电	衡水电厂扩建	1320	2×660MW	35.00%	462	2026年
小计			4,660		40.23%	1,875	
控股+参股合计			6,680		58.30%	3,895	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

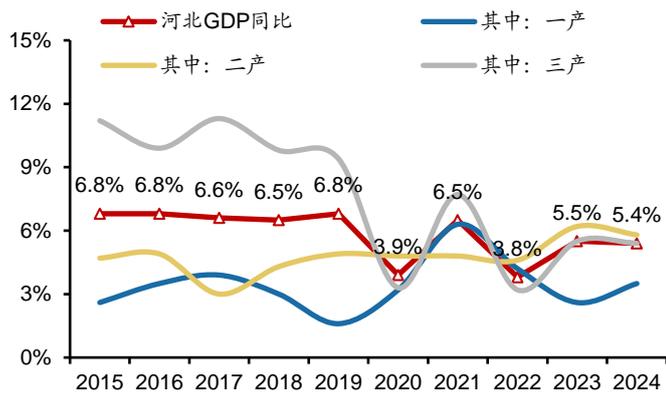
河北省用电量持续增长, 第三产业对GDP贡献度已超50%。从电力需求端来看, 河北作为制造业大省, 伴随经济的持续发展, 预计工业用电需求仍将保持一定的增长态势; 此外, 伴随数字化进程的加速, 河北省大数据人工智能等新兴技术产业发展迅速, 根据河北统计局披露数据, 2024年第三产业增加值25534.1亿元, 占地区生产总值的53.72%, 增长5.4%, 对经济增长贡献率达到52%, 成为经济增长的主要贡献力量, 预计河北省三产用电需求亦有望持续增长。

图 22: 近年河北省用电量持续增长



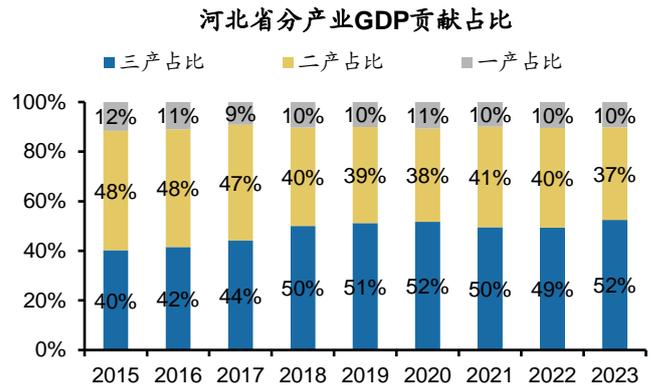
数据来源: 河北省统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 2024年河北省GDP增速达5.4%



数据来源：河北省统计局，Wind，广发证券发展研究中心

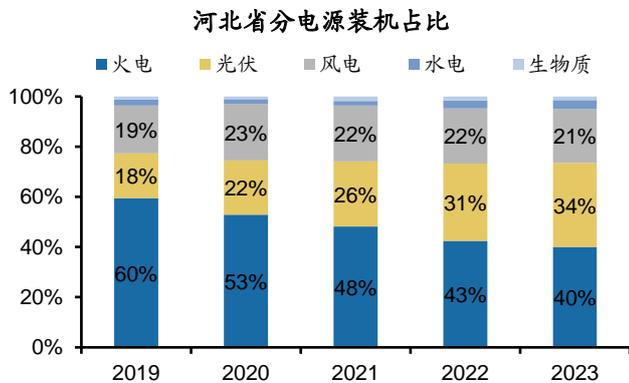
图 24: 河北省三产对GDP贡献度已超50%



数据来源：河北省统计局，Wind，广发证券发展研究中心

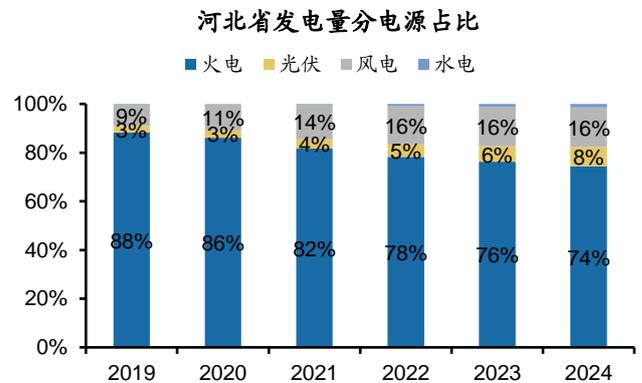
河北省光伏装机占比迅速提升，当前火电发电量占比仍在70%以上。从电力供给角度来看，伴随新能源发电的迅速发展，河北省发电装机中火电占比持续下降，2023年末已降至40%，光伏装机占比迅速提升至34%，风电装机近年占比基本保持在21%-22%左右；从发电量结构来看，2024年末火电占比已降至74%，风电+光伏占比达24%。当前省内暂无在建/商运核电项目，仅沧州海兴核电项目（中国核电持股51%，华电国际持股39%，建投能源持股10%）于2020年4月被河北省纳入《国家“十四五”规划纲要》重大项目申报材料清单，目前仍在推进前期工作。

图 25: 近年河北省光伏装机占比迅速提升



数据来源：河北省统计局，Wind，广发证券发展研究中心

图 26: 河北省火电发电量占比仍在70%以上

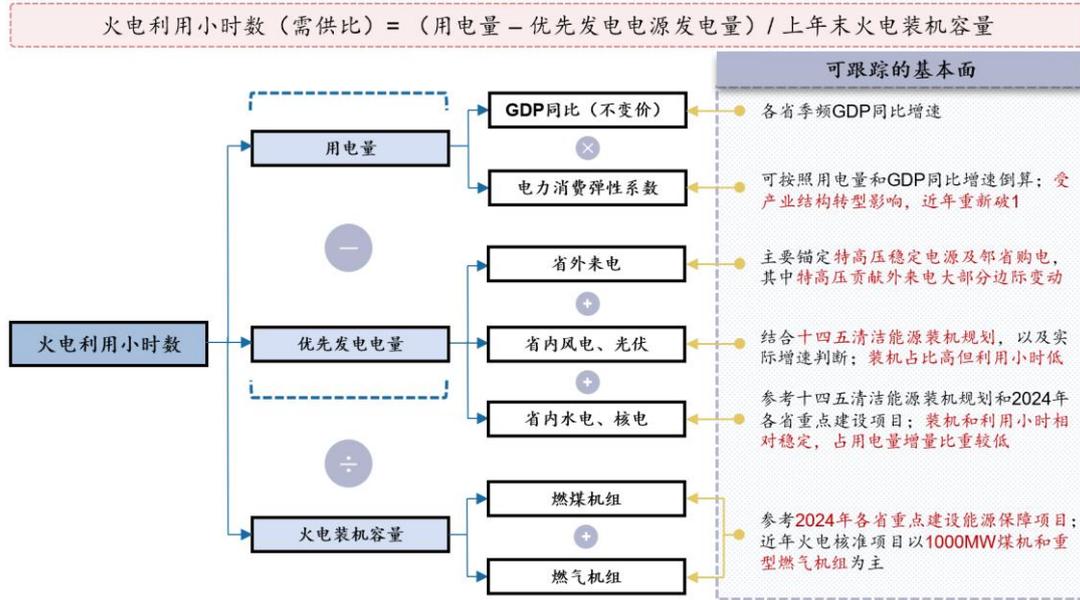


数据来源：河北省统计局，Wind，广发证券发展研究中心

伴随省内电源装机投产及省外来电输入，测算2026年河北省火电利用小时数承压较大、而后企稳回升。从电力平衡表出发，采用火电利用小时数作为火电供需松紧程度的测度，那么我们首先需要确认用电需求，而核心在于用电量增速，第一，我们将河北省用电同比增速拆分为【GDP同比×电力消费弹性系数】，并分别估计；第二，火电主要满足边际用电量，省外来电、省内水风光发电量将被优先调度满足社会用电量，所以我们最终通过【用电量-优先发电量】得到火电发电量；第三，梳理2025-2026年预计投产火电项目，由此得到年末火电装机容量，最后通过【火电发电量/上年末火电装机】即可得到次年火电利用小时数的预期。

从结果上看，2025-2026年伴随省内装机投产火电利用小时数下滑压力较大（但容量电价亦有提升），其中2026年或跌破4000小时；但随着经济增长带来的用电需求持续增长，2030年火电发电利用小时数有望回升至4400小时左右，呈现先降后升趋势。

图 27：火电供需分析框架



数据来源：广发证券发展研究中心

表 5：河北省火电利用小时数预测表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1.用电需求								
用电量/亿 KWh	4757	4987	5240	5502	5761	6015	6267	6518
用电量同比增速	9.5%	4.8%	5.1%	5.0%	4.7%	4.4%	4.2%	4.0%
电力消费弹性系数	1.73	0.89	0.98	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
GDP 同比（不变价）	5.50%	5.40%	5.20%	5.00%	4.70%	4.40%	4.20%	4.00%
2..省内水风光发电量/亿 KWh（暂不考虑核电）								
水电	48	54	67	67	67	67	67	67
风电	605	635	824	868	900	933	965	997
光伏	232	303	423	521	572	623	674	725
3.省内水风光利用小时数								
水电	1226	1107	1232	1232	1232	1232	1232	1232
风电	2164	2021	2164	2164	2164	2164	2164	2164
光伏	598	1110	1259	1259	1259	1259	1259	1259
4.省内水风光有效装机容量/万千瓦								
水电	393	484	544	544	544	544	544	544
风电	2797	3141	3809	4009	4159	4309	4459	4609
光伏	3880	5416	7202	8202	9002	9802	10602	11402
5.省外来电/亿 KWh								
净输入电量	1021	1105	1100	1130	1180	1180	1180	1180

6.火电供需

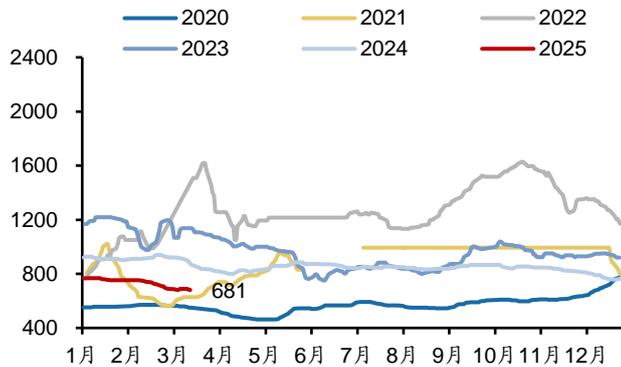
火电发电量/亿 KWh	2851	2890	2826	2917	3042	3212	3381	3549
火电有效装机/万千瓦	5571	5571	5585	6317	6317	6517	6717	6717
火电利用小时数	4350	4382	4238	3867	4033	4128	4216	4425
同比变化	128	32	-144	-371	166	95	88	209

数据来源: Wind, 河北省发改委, 河北省统计局, 广发证券发展研究中心

(二) 煤价回落叠加电改推行, 火电盈利稳定性有望提升

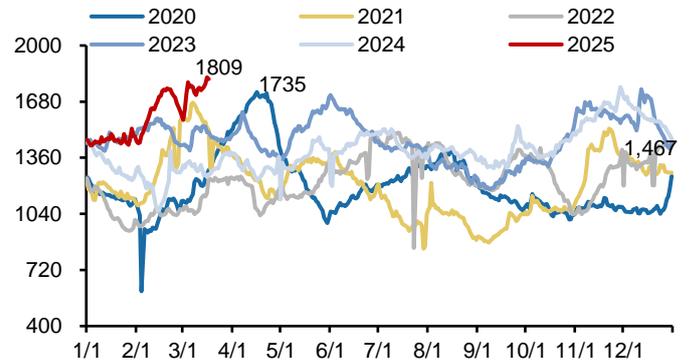
煤价中枢回落下, 公司火电业务成本端有望充分受益。2024 年年初秦皇岛 5500 大卡现货煤价为 921 元/吨, 2024 年以来震荡下行, 最新 2025 年 3 月 17 日秦皇岛 5500 大卡动力末煤市场价格为 680 元/吨, 同比下降 175 元/吨, 环比上月同期下降 57 元/吨, 为近 12 个月以来的最低价。近期北方港口库存快速上升, 3 月 17 日北方港库存为 1809 万吨, 处于近年来最高水平, 或促进煤价下跌。

图 28: 秦皇岛动力末煤Q5500市价 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 北方港口合计库存情况同期最高 (万吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 北方港口=秦皇岛港、曹妃甸港、国投京唐港、黄骅港合计

基于电价、煤价的相关情况, 测算公司火电应有盈利改善。从度电边际变化考虑, 测算若年度长协电价下降 1 分/度, 长协煤比例 50%的情况下, 大约需要现货煤价降幅 46 元/吨(煤耗 300g/kwh), 度电盈利可与 2024 年差异不大。当前的煤价较 2024Q1 (914 元/吨)、2024 全年均值 (866 元/吨) 降幅已达 234、186 元/吨, 预计公司火电发电度电盈利能力仍有望继续提升。

表 6: 煤价、电价对火电度电盈利影响敏感性分析 (分/千瓦时)

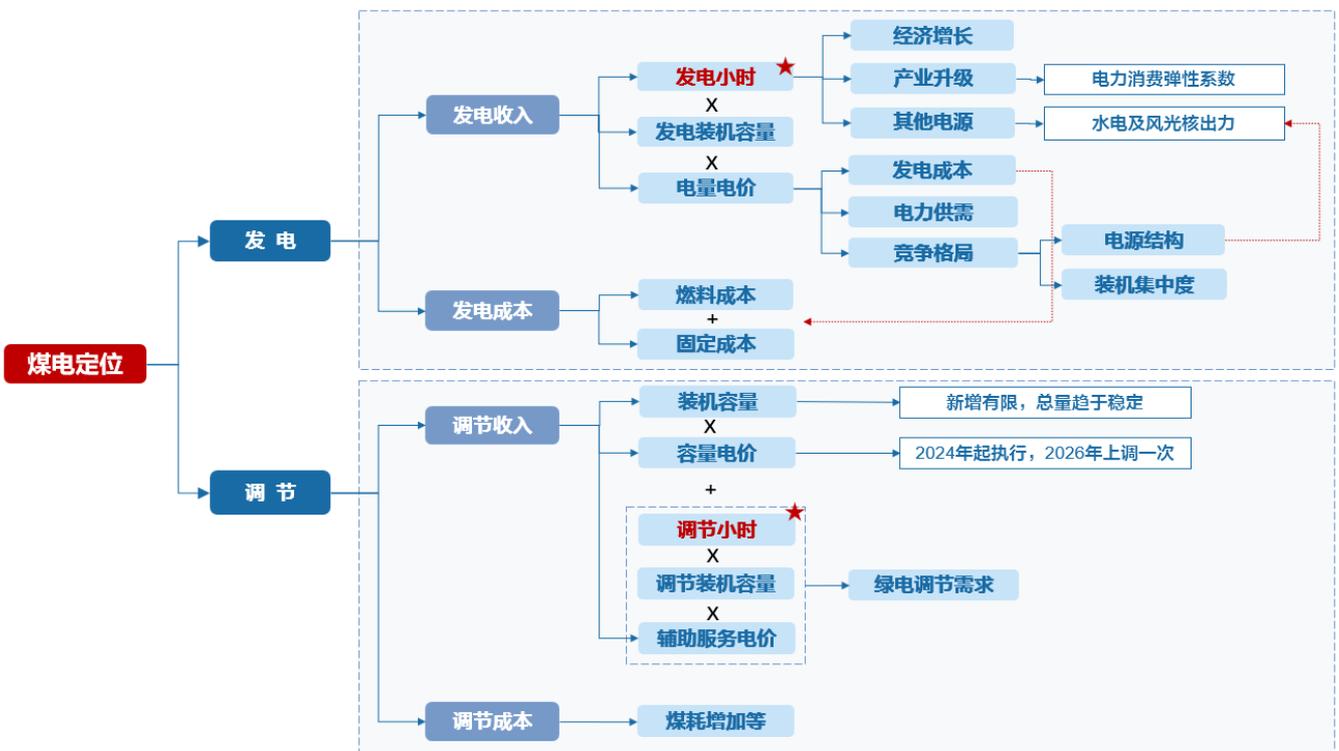
煤价降幅	长协比例	电价降幅 (分/千瓦时)				
		-1	-2	-3	-4	-5
50	30%	0.31	-0.58	-1.46	-2.35	-3.23
	50%	-0.03	-0.92	-1.80	-2.69	-3.57
	70%	-0.37	-1.26	-2.14	-3.03	-3.91
80	30%	1.03	0.14	-0.74	-1.63	-2.51
	50%	0.48	-0.40	-1.29	-2.17	-3.06

	70%	-0.07	-0.95	-1.84	-2.72	-3.61
	30%	1.74	0.86	-0.03	-0.91	-1.80
110	50%	0.99	0.11	-0.78	-1.66	-2.55
	70%	0.24	-0.64	-1.53	-2.41	-3.30
	30%	2.46	1.57	0.69	-0.20	-1.08
140	50%	1.50	0.62	-0.27	-1.15	-2.04
	70%	0.55	-0.34	-1.22	-2.11	-2.99
	30%	3.18	2.29	1.41	0.52	-0.36
170	50%	2.02	1.13	0.25	-0.64	-1.52
	70%	0.86	-0.03	-0.91	-1.80	-2.68

数据来源：广发证券发展研究中心

此外，我们建议关注煤电从发电向调节转型。伴随火电更多发挥调节电源的价值，我们认为煤电将在过去的发电利用小时基础上再增加一部分调节利用小时，而盈利模式也将从观测度电利润走向单位装机综合利润，整体稳定性提升。当前容量电价执行情况较优，测算2024-2025年度100元/千瓦·年（含税）补偿水平下，公司有望获得9.60亿元收入，约占火电业务（发电+供热）毛利润的77%，2026年提升至165元/千瓦·年（含税）后该部分收入有望达15.64亿元。因而我们认为，尽管2025-2026年火电发电利用小时数或下降，但当前已构成火电盈利基石的调节部分有望持续增长，看好远期火电盈利稳定性持续兑现。

图 30：关注煤电从发电向调节转型



数据来源：广发证券发展研究中心

表 7: 2024年起煤电两部制电价开始执行

区域	类型	公司	装机容量 /MW	容量电价 (元/千瓦·年, 含税)		容量电价收入/亿元 (不含税)	
				2024-2025	2026 年起	2024-2025	2026 年起
河北	热电联产	西柏坡发电等 11 家	8550	100	165	6.81	11.24
河北	燃煤纯凝	建投沙河发电	1200	100	165	1.06	1.75
山西	热电联产	冀建投寿阳热电	700	100	165	0.56	0.92
内蒙古	燃煤纯凝	建投国电准能	1320	100	165	1.17	1.73
合计			11,770			9.60	15.64
占 2024 年火电业务毛利润比例*						77%	125%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

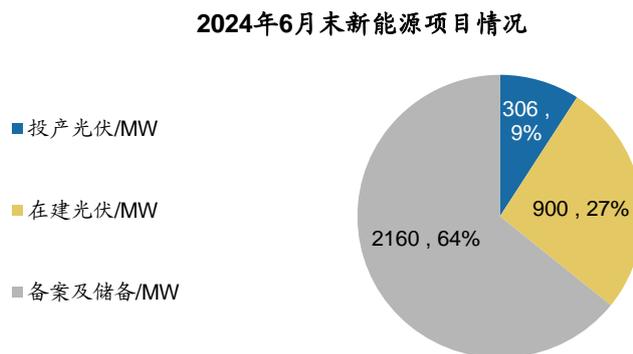
备注: 热电联产由于冬季供热, 考虑获得容量电价补偿的90%; 2024年火电业务毛利润为中报年化所得

三、积极构建综能服务平台，激励及分红凸显长期价值

(一) 积极构建综合能源服务平台，加速布局清洁能源领域

优化调整业务结构，2022年收购建昊光伏股权布局光伏领域。近年公司以“双碳”目标为引领，坚持“传统能源清洁化、清洁能源规模化、多能互补高效化”的战略方向，努力构建综合能源服务平台。2022年，公司全资设立冀能新能源公司，开展内蒙古自治区清洁能源项目开发工作；同年收购建昊光伏股权，着力打造公司系统新能源开发、建设、运营的主体平台，加速光伏领域布局。截至2024年6月末，公司已投产新能源装机306MW，在建项目增至900MW，备案及储备项目容量2.16GW，新能源项目装机（储备+在建）/在运达10倍。

图 31: 2024H1公司新能源装机（储备+在建）/在运达10倍



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司还积极布局储能业务，稳妥推进原创技术液态空气储能中试项目进展，探索液空技术与电厂热电解耦的耦合作用；大力推动大型抽蓄项目纳规工作。此外，公司碳资产业务持续扩大，孙公司建投融碳持续完善碳核证及金融服务平台功能，持续开展碳配额交易、国际减排项目开发交易和碳资产金融业务，促进公司碳减排工作。

2023年，公司火电机组全部完成第二个履约周期（2021-2022年）配额清缴工作，取得碳配额交易收入1.46亿元。

（二）股权激励彰显发展信心，持续分红凸显长期价值

上市至今公司成功实施2次增发，均涉及对大股东的定增。1996年上市至今，公司分别于2007年3月、2014年2月及7月完成定增股份的上市发行，累计募资59.06亿元。其中2007年3月为面向大股东及其他4家机构募资22.56亿元、收购集团持有的河北南网发电企业股权；2013年公司面向增发募资27.50亿元收购集团持有火电资产并面向银华资本、财通基金等7名特定对象募资9亿元。

表 8：上市至今公司成功实施 2 次定增

	第一次定增		第二次定增	
预案日	2006-4-5	2013-7-15	2013-7-15	
发行日	2007-3-1	2014-2-28	2014-7-8	
发行价格	3.76	3.92	5.10	
增发发行日收盘价	7.88	4.98	6.06	
预计募资/亿元	-	27.50	9.00	
实际募资/亿元	22.56	27.50	9.00	
发行对象	大股东、华能国际等 5 家机构		大股东	银华资本、财通基金等 7 名特定对象
募资用途	收购集团持有的河北南网发电企业股权	收购集团所持有的宣化热电 100% 股权；沧东发电 40% 股权；三河发电 15% 股权		配套融资

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2024年3月公司实施首次股权激励计划，向416名员工授予1767万股A股普通股，授予价格3.07元/股。2023年12月公司出台2023年股权激励计划草案，于2024年2月授予登记完成，股权激励计划授予激励对象占员工总数的7.96%，覆盖范围较广，包括公司高管和核心员工。

表 9：公司股权激励计划激励对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量/万股	占授予总量的比例	占授予登记后总股本的比例
王剑峰	董事、总经理	10.5	0.59%	0.01%
闫英辉	副总经理	9.9	0.56%	0.01%
孙原	副总经理、董事会秘书	9.9	0.56%	0.01%
朱海涛	副总经理	9.9	0.56%	0.01%
靳永亮	副总经理	9.9	0.56%	0.01%
张志勇	副总经理	9.9	0.56%	0.01%
张贞	财务负责人	9.9	0.56%	0.01%
其他管理人员、核心技术（业务）骨干人员 （含控股子公司）（409人）		1697.4	96.04%	0.94%
合计（416人）		1767.3	100%	0.98%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

激励条件彰显公司发展信心，2024-2026年营业利润CAGR达21%。本次激励计划授

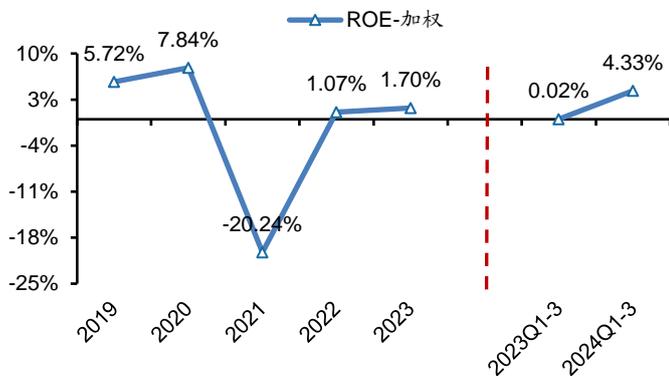
予的限制性股票的解除限售考核年度为2024年-2026年三个会计年度，每个会计年度考核一次。本次激励包含3个解除限售期，分别为授予登记完成后的24~36、36~48、48~60个月，可解除限售比例均为1/3。从考核条件来看，三期分别要求2024~2026年ROE分别不低于3.5%、4.0%、4.5%；同期营业利润增长率较2022年不低于240.31%、317.65%、401.45%；同期全员劳动生产率不低于59、62、65万元/人。从盈利角度来看，2024年前三季度公司加权ROE已达4.33%、营业利润已达5.90亿元，预计可完成考核。根据考核条件，计算2024-2026年公司营业利润CAGR达21%。

表 10: 解除限售的业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
2024 年	(1) 2024 年公司归母净资产收益率不低于 3.5%，且不低于行业均值水平； (2) 以 2022 年营业利润为基数，2024 年营业利润增长率不低于 240.31%，且不低于行业均值水平； (3) 2024 年全员劳动生产率不低于 59 万元/人。
2025 年	(1) 2025 年公司归母净资产收益率不低于 4.0%，且不低于行业均值水平； (2) 以 2022 年营业利润为基数，2025 年营业利润增长率不低于 317.65%，且不低于行业均值水平； (3) 2025 年全员劳动生产率不低于 62 万元/人。
2026 年	(1) 2026 年公司归母净资产收益率不低于 4.5%，且不低于行业均值水平； (2) 以 2022 年营业利润为基数，2026 年营业利润增长率不低于 401.45%，且不低于行业均值水平； (3) 2026 年全员劳动生产率不低于 65 万元/人。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32: 预计2024年公司完成ROE考核



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

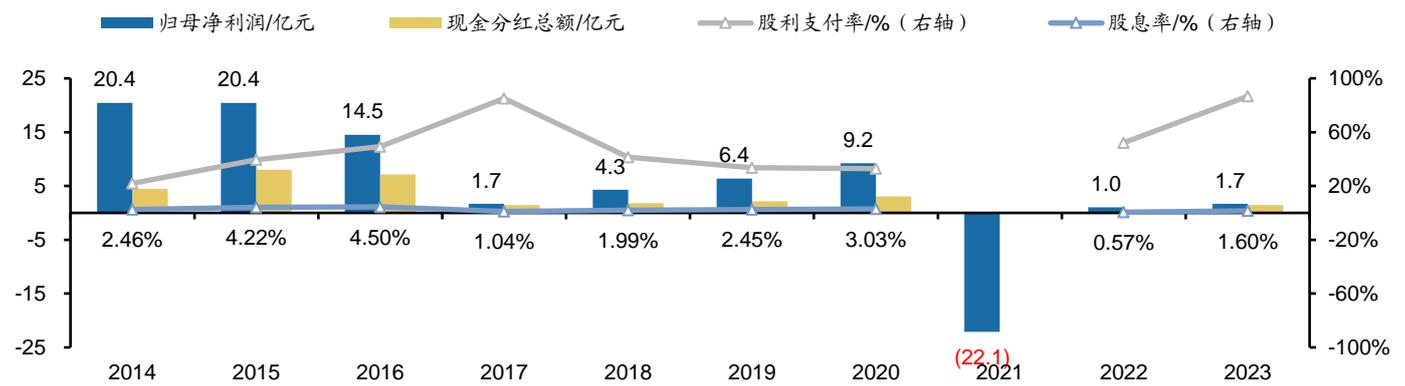
图 33: 2024-2026年营业利润CAGR达21%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

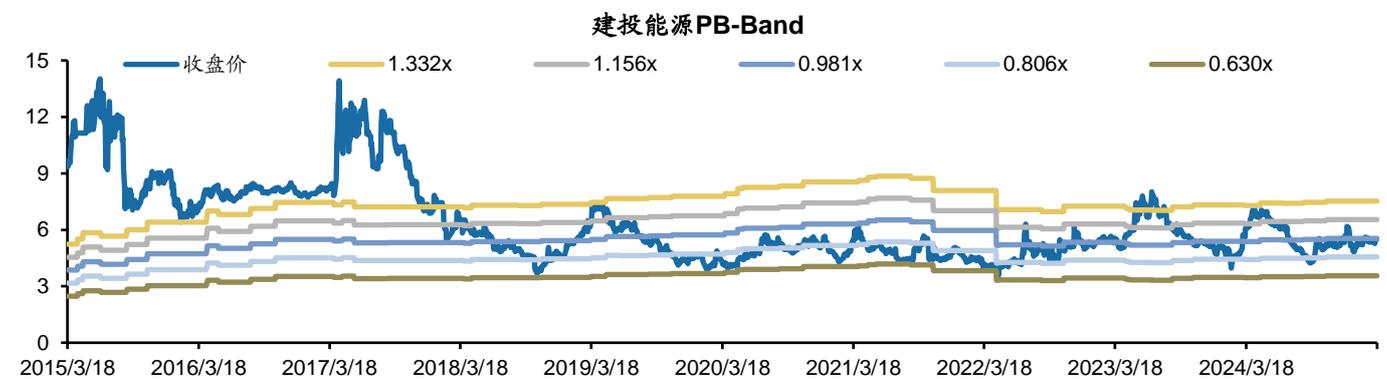
除2021年大额亏损外，近十年公司持续保持分红。公司章程中规定，在满足生产经营和发展需要的情况下，公司分红率不低于30%。经营正常年份公司现金流充裕，常年保持分红，1996年上市以来累计现金分红22次、累计分红总额36.68亿元、平均分红率达46.23%。根据公司预告2024年度预计归母净利润5.2亿元，若考虑分红30%、35%，则对应现金分红分别为1.56、1.82亿元、股息率为1.56%、1.83%（3月17日收盘价）。参考历年公司盈利修复充分年份（如2014、2015、2020年），亦慷慨分红回报股东，看好公司盈利回升下长期投资价值。2024下半年至今公司基本处于1倍PB以下，参考同业如华能水电、内蒙华电等发电公司已发布市值管理/分红回报等相关公告，亦可关注公司后续分红及市值管理措施。

图 34: 除2021年大额亏损外, 近十年公司持续保持分红



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 2024下半年至今公司基本均处于破净状态



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

(一) 关键业务核心假设

发电业务:

装机方面, 截至2024年末, 公司控股装机12.08GW, 其中, 火电装机容量为11.77GW, 光伏0.31GW。2024下半年, 公司开工建设西柏坡电厂四期工程2×660MW项目和任丘热电二期2×350MW项目, 预计2026年投产, 则2026年末控股装机容量增至13.79GW。

电量方面, 参考对河北省火电电力供需测算, 假设2024-2026年公司火电利用小时数考虑同比分别-3.9%、-3.0%、-5.0%; 则对应火电发电量为538.24、490.93、492.53亿千瓦时。

电价方面, 考虑容量电价2024年起开始执行, 并于2026年由100元/千瓦/年提升至165元/千瓦/年, 电量电价部分伴随煤价小幅回落有所下降, 综合影响下2024-

2026 年火电平均上网电价同比分别-5.1%、-2.0%、0%。

成本方面，公司电煤采购来源主要为山西、陕西、内蒙及河北本地，未使用港口煤，参考 2024 年前三季度综合标煤单价同比降低 8.53%，预计 2024-2026 公司用煤成本同比分别-8.5%、-5.3%、-1.0%。

表 11：公司火力发电业务经营数据预测

火电	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
累计在运装机规模/GW	9.15	9.15	9.85	11.77	11.77	13.79
利用小时数/Hour	4261	4206	4476	4300	4171	3962
发电量/亿千瓦时	389.92	384.89	422.66	538.24	490.93	492.53
平均上网电价同比变化/%	0.98%	29.57%	-5.43%	-5.08%	-2.00%	0.00%
标煤单价同比变化/%	53.93%	11.94%	-5.72%	-8.50%	-5.33%	-1.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中 2021~2023 年数据均为拟合值，2024~2026 年为假设值

（二）盈利预测与投资建议

基于以上核心业务假设，预计公司 2024~2026 年：

（1）**发电业务**，营业收入分别为 212.54、192.85、193.55 亿元，对应毛利率分别为 13.2%、14.9%、15.9%。

（2）**酒店业务**，假设 2024-2026 年营收增速分别为 35%、10%、10%，毛利率为过去三年平均水平、分别为 68.6%、68.7%、69.1%。

（3）**热力供应**，假设未来三年营收增速保持 5%，毛利率为过去三年平均水平、分别为 13.2%、13.7%、14.2%。

（4）**商贸流通**，假设业务规模体量及盈利水平基本保持稳定。

（5）**能源服务**，假设未来三年营收增速保持 5%，毛利率为过去三年平均水平、分别为 73.0%、76.4%、74.0%。

表 12：公司各分部业务预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入/亿元	183.06	189.46	226.43	207.63	209.27
yoy	21.7%	3.5%	19.5%	-8.3%	0.8%
成本/亿元	163.93	167.11	193.46	173.40	172.55
毛利润/亿元	19.13	22.35	32.98	34.23	36.73
毛利率/%	10.4%	11.8%	14.6%	16.5%	17.5%
发电业务					
收入/亿元	170.84	177.03	212.54	192.85	193.55
yoy	26.3%	3.6%	20.1%	-9.3%	0.4%
成本/亿元	155.94	159.18	184.58	164.14	162.79
毛利润/亿元	14.90	17.85	27.96	28.71	30.76

毛利率/%	8.7%	10.1%	13.2%	14.9%	15.9%
酒店业务					
收入/亿元	2.00	2.82	3.81	4.19	4.61
yoy	15.9%	41.0%	35.0%	10.0%	10.0%
成本/亿元	0.65	0.85	1.20	1.31	1.42
毛利润/亿元	1.35	1.97	2.61	2.88	3.18
毛利率/%	67.5%	70.0%	68.6%	68.7%	69.1%
热力供应					
收入/亿元	7.11	7.58	7.96	8.36	8.78
yoy	-5.0%	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本/亿元	6.25	6.38	6.91	7.21	7.53
毛利润/亿元	0.87	1.20	1.05	1.15	1.25
毛利率/%	12.2%	15.8%	13.2%	13.7%	14.2%
商贸流通					
收入/亿元	0.40	0.05	0.05	0.05	0.05
yoy	-83.1%	-88.6%	0.0%	0.0%	0.0%
成本/亿元	0.36	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利润/亿元	0.04	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利率/%	9.1%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
能源服务					
收入/亿元	0.57	0.31	0.33	0.34	0.36
yoy	-24.8%	-45.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本/亿元	0.09	0.09	0.09	0.08	0.09
毛利润/亿元	0.48	0.23	0.24	0.26	0.27
毛利率/%	83.8%	72.5%	73.0%	76.4%	74.0%
其他业务					
收入/亿元	2.14	1.67	1.75	1.84	1.93
yoy	-22.6%	-22.3%	5.0%	5.0%	5.0%
成本/亿元	0.64	0.59	0.65	0.63	0.69
毛利润/亿元	1.51	1.07	1.10	1.21	1.24
毛利率/%	70.3%	64.4%	62.8%	65.8%	64.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计公司2024~2026年归母净利分别为5.20、7.50、9.02亿元，最新收盘价对应PB分别为0.99、0.95、0.90倍。河北省火力发电龙头，未来两年装机弹性高、盈利趋于稳定，同时积极转型综合能源发展。参考同业估值，综合考虑公司装机增长弹性大，给予公司2025年1.10倍PB，对应6.58元/股合理价值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 建投能源同业对比 (收盘价日期: 2025/3/19)

公司代码	公司名称	市值 /亿元	最新收盘价 元/股	PB/倍				归母净利润/亿元			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600023.SH	浙能电力	752.23	5.61	0.92	1.05	0.98	0.92	65.20	77.27	84.22	91.94
600863.SH	内蒙华电	260.42	3.99	1.66	1.33	1.26	1.19	20.05	25.29	28.16	30.91
000543.SZ	皖能电力	167.75	7.40	1.02	1.05	0.94	0.85	14.30	19.36	22.96	24.55

数据来源: 同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

煤价降幅不及预期: 由于公司火电机组占比较高, 盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。如果煤炭价格的再次大幅上涨, 可能挤压火电公司的盈利空间, 带来盈利水平波动的风险。

利用小时不及预期: 公司发电项目集中在河北地区, 经济发展速度、夏季高温程度等对用电量影响较大, 从而影响电力需求, 若公司经营地区用电量需求不足则会降低公司火电的利用小时数及售电量, 对未来营收、业绩产生较大影响。

项目建设不及预期: 公司2024下半年开工建设西柏坡电厂四期工程2×660MW项目和任丘热电二期2×350MW项目, 预计2026年投产。若项目建设进度不及预期, 将对未来3年营收、业绩产生较大影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,578	6,902	6,573	5,807	6,696
货币资金	1,273	1,560	1,071	770	1,641
应收及预付	3,604	3,703	3,898	3,553	3,570
存货	800	1,000	752	674	671
其他流动资产	901	640	851	810	814
非流动资产	30,014	31,584	32,972	34,229	34,421
长期股权投资	4,289	4,197	4,197	4,197	4,197
固定资产	18,222	21,899	21,932	22,473	22,746
在建工程	2,611	614	1,807	2,404	2,202
无形资产	1,476	1,586	1,636	1,686	1,736
其他长期资产	3,416	3,289	3,400	3,470	3,540
资产总计	36,592	38,487	39,545	40,036	41,117
流动负债	8,233	9,339	9,741	9,494	9,688
短期借款	2,395	2,372	2,572	2,772	2,972
应付及预收	2,461	2,605	2,767	2,481	2,468
其他流动负债	3,378	4,362	4,401	4,242	4,248
非流动负债	15,945	16,633	16,670	16,670	16,670
长期借款	11,731	12,363	12,363	12,363	12,363
应付债券	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
其他非流动负债	1,714	1,770	1,807	1,807	1,807
负债合计	24,178	25,972	26,411	26,165	26,359
股本	1,792	1,792	1,809	1,809	1,809
资本公积	4,448	4,452	4,510	4,510	4,510
留存收益	3,526	3,639	3,977	4,465	5,051
归属母公司股东权益	9,766	9,887	10,332	10,820	11,406
少数股东权益	2,649	2,628	2,801	3,051	3,352
负债和股东权益	36,592	38,487	39,545	40,036	41,117

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18306	18946	22643	20763	20927
营业成本	16393	16711	19346	17340	17255
营业税金及附加	129	124	152	139	140
销售费用	93	137	163	145	146
管理费用	575	725	860	789	795
研发费用	570	859	1019	914	879
财务费用	702	603	561	572	581
资产减值损失	0	0	-30	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	259	263	294	291	293
营业利润	125	166	805	1217	1486
营业外收支	117	113	119	117	117
利润总额	243	280	924	1334	1603
所得税	86	108	231	334	401
净利润	157	171	693	1001	1202
少数股东损益	50	4	173	250	301
归属母公司净利润	106	167	520	750	902
EBITDA	1943	1975	3358	3899	4242
EPS (元)	0.06	0.09	0.29	0.41	0.50

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,911	2,116	3,050	3,187	3,416
净利润	157	171	693	1,001	1,202
折旧摊销	1,375	1,478	1,873	1,993	2,058
营运资金变动	-175	57	244	18	-23
其它	554	410	239	175	179
投资活动现金流	-1,355	-1,734	-2,964	-2,843	-1,841
资本支出	-1,464	-1,990	-3,136	-3,133	-2,133
投资变动	-33	-35	0	0	0
其他	143	291	172	291	293
筹资活动现金流	-2,877	-117	-575	-645	-704
银行借款	12,395	16,931	200	200	200
股权融资	54	2	76	0	0
其他	-15,326	-17,050	-851	-845	-904
现金净增加额	-2,321	265	-488	-301	871
期初现金余额	3,563	1,243	1,508	1,019	718
期末现金余额	1,243	1,508	1,019	718	1,590

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.7%	3.5%	19.5%	-8.3%	0.8%
营业利润	103.7%	32.6%	384.3%	51.3%	22.1%
归母净利润	104.8%	56.8%	211.2%	44.4%	20.2%
获利能力					
毛利率	10.4%	11.8%	14.6%	16.5%	17.5%
净利率	0.9%	0.9%	3.1%	4.8%	5.7%
ROE	1.1%	1.7%	5.0%	6.9%	7.9%
ROIC	1.2%	0.9%	3.3%	4.1%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	66.1%	67.5%	66.8%	65.4%	64.1%
净负债比率	194.7%	207.5%	201.1%	188.6%	178.6%
流动比率	0.80	0.74	0.67	0.61	0.69
速动比率	0.55	0.48	0.44	0.39	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.50	0.58	0.52	0.52
应收账款周转率	8.36	7.65	8.28	7.72	8.11
存货周转率	18.60	18.57	22.08	24.31	25.65
每股指标 (元)					
每股收益	0.06	0.09	0.29	0.41	0.50
每股经营现金流	1.07	1.18	1.69	1.76	1.89
每股净资产	5.45	5.52	5.71	5.98	6.30
估值比率					
P/E	88.98	53.87	19.74	13.67	11.38
P/B	0.96	0.91	0.99	0.95	0.90
EV/EBITDA	13.91	14.25	8.92	7.81	7.02

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣凌琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许子怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈舒心：高级分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝兆升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘恒君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。